

Selección de emisoras

Nuestras mejores ideas en 2012

Desde finales de 2011 cuando introdujimos un objetivo de 40,500 puntos para el IPC en 2012 advertimos que, siendo un potencial relativamente modesto, la selectividad de emisoras y la disposición a realizar movimientos oportunistas de entrada y salida conforme la volatilidad permita serían temas relevantes para maximizar los rendimientos de los portafolios en el mercado de renta variable. Este ejercicio no pretende más que resaltar las opciones que, muy aparte del día a día, nos parecen las elecciones sobre las que nuestras carteras deben concentrarse a lo largo de este año, sea por su expectativa de crecimiento, la perspectiva de una mejoría en el perfil financiero, o simplemente el abaratamiento relativo frente a similares y/o el mercado que algunas de las emisoras han sufrido durante el complicadísimo transcurso de 2011.

IPC 2012: 40,500

Nuestro objetivo 2012 considera un crecimiento estimado de 9% para el EBITDA de la muestra del IPC, así como un múltiplo VE/EBITDA de 8.75x que se encuentra justo en medio de los promedios de 5 y 2 años, y en la frontera de lo que consideramos el rango "justo" de operación de nuestro mercado—6.5x a 9.0x. Si bien este es nuestro escenario base, al momento de comparar acción por acción, es necesario hacerlo con el objetivo que se obtiene por el método de precios objetivo individuales, y mediante el cual actualmente señala la posibilidad de que el IPC alcance 42,500 puntos (+14%). La diferencia respecto al objetivo por múltiplo de mercado se encuentra en la incorporación de los flujos de efectivo al momento de valorar cada activo financiero. Siendo que en 2012 todavía será un año en que la inversión de capital sea relativamente baja, se espera que la gran mayoría de empresa generen flujos de efectivo excedentes que veremos reflejados sea en una acumulación de caja, o en una reducción de pasivos, en cualesquiera de los dos casos, traduciéndose en un abaratamiento en términos de su valuación.

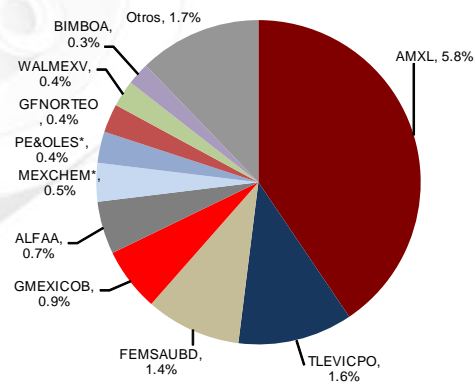
Cuáles y ¿por qué?

Hemos realizado una selección de diez emisoras que calificamos como nuestras favoritas para este año en base a criterios puramente fundamentales, y entre las que podemos encontrar aquellas que ofrecen un potencial de crecimiento notable en sus operaciones ya sea en base a la perspectiva sectorial o por resultado de estrategias particulares, las que deberían arrojar una mejora significativa en su posición financiera, las que se encuentran en niveles de valuación inusualmente bajos, o alguna combinación de estos, como los principales factores. Hemos adicionalmente dado un peso importante a la bursatilidad de estas acciones, ya que siendo un año en que la volatilidad todavía nos acompañará persistentemente, consideramos que la facilidad de tomar o dejar posiciones en base a noticias macro, a la evolución del tema de deuda en Europa, o las novedades en el frente fiscal/electoral en EU, responde adecuadamente a la necesidad de un manejo dinámico de nuestros portafolios. En nuestra selección incluimos a **Mexichem, Geo, Lab, Amx, Alfa, Alsea, Ica, Femsa, Bimbo y Gmexico**.

Selección de emisoras por criterios fundamentales

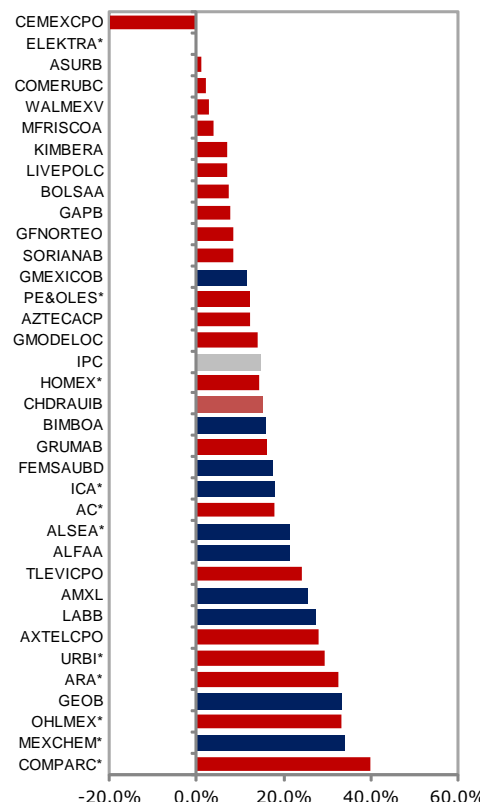
Adicionalmente hemos realizado un ejercicio de selección de emisoras mediante la ponderación de 10 criterios fundamentales en una muestra de 69 emisoras para validar la lista de emisoras que hemos incluido en este documento. En el ejercicio le damos una mayor ponderación a tres variables: el crecimiento estimado del Ebitda para el 2012, el movimiento en el precio en los últimos doce meses y el descuento en el múltiplo VE/Ebitda '12e vs el múltiplo promedio de los últimos cinco años. Los resultados obtenidos reafirman nuestra selección al aparecer en la lista 9 emisoras entre los primeros 20 lugares. En base a este ejercicio las cinco emisoras que registran hoy la mejor combinación de fundamentales son: **Lab, Autlan, Mexchem, Gmexico y Amx**. Conviene señalar que Autlan supera este filtro más por el abaratamiento de la acción, que por los demás criterios.

Contribución IPC 2012E (+14.2% total)



Fuente: Banorte-Ixe

Rendimiento esperado a 2012, muestra IPC



Fuente: Banorte-Ixe, Bloomberg

Alfa

Opción de crecimiento diversificado

Portafolio destacado

Alfa es una de nuestras emisoras favoritas en el escenario de inversión 2012 ya que conjunta elementos que la distinguen de la mayoría de las opciones listadas en Bolsa. Nos parece obligado el destacar el portafolio de negocios sólido y bien posicionado que a la vez cuenta con características defensivas, y al cual se le han sumado nuevas subsidiarias durante los últimos años en que Alfa ha sido muy activa en el ámbito internacional de fusiones y adquisiciones, de forma notablemente congruente con su base actual. Alpek, la división petroquímica, contribuye con prácticamente la mitad de los ingresos de Alfa, mientras que Autopartes (Nemak) ha crecido aceleradamente para alcanzar ya una participación de 26% que es ya superior al segmento de alimentos, Sigma. Alestra, la unidad de telecomunicaciones, pesa apenas 3% en los ingresos.

Balance crecimiento-palanca, muy atractivo

Con su base operativa operando a capacidad plena, el crecimiento de Alpek dependerá de la expansión en precios y la incorporación de nuevas unidades, en tanto que para Nemak el crecimiento es prácticamente garantizado con la maduración de los contratos asignados en años recientes. En alimentos consideramos un crecimiento orgánico ligeramente superior a la economía general, pero potencializado por la incorporación de adquisiciones relativamente recientes. A pesar de que buena parte del crecimiento en estos últimos años (y muy posiblemente en los próximos) se ha basado en la adquisición de nuevas unidades, la empresa ha logrado realizarlas sin poner demasiado riesgo en su plataforma financiera, que la día de hoy se muestra bastante sólida con un apalancamiento de 1.4x, deuda neta a EBITDA de 1.7x y cobertura de intereses de casi seis veces. De hecho, consideramos que Alfa podría crecer cerca de 18% en el frente operativo este año—medido en pesos—, y a la vez llevar su nivel de apalancamiento a cerca de 1.0x si no hubiera alguna adquisición relevante.

Beneficiaria de un tipo de cambio relativamente débil

Entre las emisoras que han tenido que emprender estrategias defensivas en los últimos años para contrarrestar la fortaleza del peso en su estructura operativa se encuentra Alfa, emisora en que la estructura de costos se encuentra actualmente equilibrada en términos de su composición de divisas, pero que sin embargo sí cuenta con una porción importante de gastos denominados en pesos. Frente a presiones de tipo de cambio, Alfa se beneficia por la menor dilución de gastos que no acompañan la revaluación de sus ingresos, los cuales son prácticamente dolarizados al 100%, sin que sus márgenes brutos tengan una incidencia de consideración.

Eventual colocación de Alpek, transparente valor

Recientemente Alpek solicitó autorización para su registro en CNBV a fin de efectuar una oferta primaria de capital. En nuestra opinión la noticia tiene dos frentes positivos, uno la propia expansión que se realizaría con la mayor parte de los recursos, y dos, la valuación más directa, transparente y a final de cuentas correcta, que el mercado hará de esta división.

Precio objetivo P\$205.0

Nuestra recomendación de compra se basa en un precio objetivo de P\$205.0 que equivale a un múltiplo VE/EBITDA de 5.5x, justo 10% por debajo del promedio de los últimos cinco años, 6.1x, y muy por debajo del nivel actual de 7.1x. Esta es la aproximación más conservadora en la valuación de Alfa, y por ende nuestra preferida, ya que tanto utilizando un ejercicio de suma de partes, como una de descuento de flujos, el precio objetivo sería significativamente superior. No obstante, descartamos estos dos métodos en virtud de que el primero conlleva descuentos a cada unidad que tienden a ser arbitrarios, y el segundo incorporaría un escenario demasiado conservador en cuanto a tasas de mercado.

Alfa A

26 de Enero de 2012

COMPRA

Precio Objetivo (2012 P\$): 205.00
 Rendimiento Potencial: 21.2%
 Precio Objetivo ADR: N.D.

Carlos Hermosillo Bernal

carlos_hermosillo.bernal@banorte.com

5268-9924

Datos Básicos de la acción

Precio Actual (P\$)	169.16
Precio ADR (USD\$)	N.D.
Acciones por ADR	N.D.
Dividendo (retorno)	1.3%
Máximo - Mínimo 12m (P\$)	178.72 - 132.12
Valor de mercado (USD\$ m)	6,727
Acciones en circulación (m)	520
% entre el público	54.5%
Operatividad diaria (P\$ m, prom. 3 meses)	149.5

Resultados

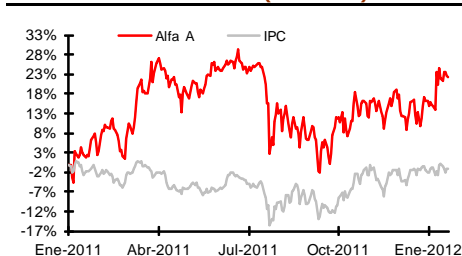
(cifras en millones de pesos)

	2010	2011E	2012E	2013E
Ingresos	136,395	182,480	215,001	232,201
Utilidad Operativa	10,758	15,282	18,707	20,353
EBITDA	15,952	21,287	25,752	27,955
Margen EBITDA	11.7%	11.7%	12.0%	12.0%
Utilidad Neta	4,927	2,873	10,155	10,916
Margen Neto	3.6%	1.6%	4.7%	4.7%
Activo Total	112,255	147,789	167,015	182,046
Disponibile	8,495	15,343	21,373	23,297
Pasivo Total	76,014	106,872	107,097	116,735
Deuda	43,054	66,164	59,793	65,174
Capital	31,375	36,938	55,125	58,983

Múltiplos y razones financieras

	2010	2011E	2012E	2013E
VE/EBITDA	7.3x	6.9x	5.6x	5.2x
P/U	15.0x	12.6x	8.7x	8.1x
P/VL	2.2x	2.2x	1.6x	1.5x
ROE	15.7%	8.4%	22.1%	19.1%
ROA	4.4%	2.2%	6.5%	6.3%
EBITDA/Intereses	4.5x	5.7x	6.2x	6.1x
DeudaNeta/EBITDA	2.2x	2.4x	1.5x	1.5x
Deuda/Capital	1.4x	1.8x	1.1x	1.1x

Rendimiento relativo al IPC (12 meses)



EV/EBITDA (3 años)



Alesea

Jugador relevante en un buen sector

Líder en su segmento.

Alesea es el operador líder de establecimientos de comida rápida "QSR" y comida casual "Casual Dining" en América Latina. Este segmento se caracteriza por tener fuertes crecimientos, la TACC hasta 2014 para la industria de alimentos se estima en 7.4% para México y 8.3% para Sudamérica. El valor de mercado de comida casual asciende a cerca de P\$25,900m. Por otro lado, la industria de comida en México está valuada en alrededor P\$520,000m, el 33.0% de este valor está compuesto por las categorías de Fast Food, Cafeterías. lo que abre una interesante oportunidad de crecimiento a la compañía durante los próximos años. Recomendamos COMPRA, con un PO2012E de \$18.0.

Buena diversificación.

Actualmente, Alesea opera un total de 1,218 unidades repartidas en cuatro países—México, Argentina, Chile y Colombia. El portafolio está compuesto por siete marcas, más la próxima adición de Italianni's. A pesar de que la mayor parte de las ventas están concentradas hacia la comida rápida (78.0%QSR), aquí está incluida la operación de Starbuck's (26.0% Ventas), la tendencia de esta última marca, se mantiene muy positiva y junto con comida casual (10.0% de las ventas), continuarán siendo el motor principal del crecimiento de la compañía. La inclusión de Italianni's al portafolio, estará doblando prácticamente el "peso relativo de la comida casual", en las operaciones de la compañía.

Reciente incorporación al IPC y positivos anuncios.

La reciente incorporación de la emisora al IPC trae como beneficio principal un incremento en la demanda por sus títulos, dada la necesidad de muchos de los portafolios de estar "indizados". Los recientes anuncios de acuerdos con Starbucks Coffee International, donde este renuncia a su derecho de hacerse del 50.0% de la operación de México y deja "libre" el camino para que Alesea continúe agregando valor a la marca tanto en México como en Argentina. Por otro lado, la incursión en el segmento de "Fast casual", abre un fuerte potencial para la compañía, dado el movimiento de los patrones de consumo en México, con un menor tiempo disponible para dedicar a alimentos, además del beneficio de un ticket promedio similar al de las cafeterías (\$150.0 aprox.). Adicionalmente, el fin del litigio con Italianni's y el acuerdo final para operar de manera exclusiva la marca sin pago de regalías sumó un punto adicional, al eliminar un fantasma existente y permitir a la compañía una expansión acelerada en un segmento de gran crecimiento.

Buena valuación atractivo crecimiento.

Actualmente Alesea cotiza a un múltiplo FV/Ebitda de 8.4x, en línea con su promedio U5a de 8.5x. El crecimiento orgánico 2012 será de 112 nuevas unidades, lo que equivale a un incremento de 10.3% en el número de tiendas. Adicionalmente, se estarían sumando las 42 unidades de Italianni's, con lo que la expansión en términos de unidades alcanzaría el 14.3%. Estimamos, un crecimiento en Ventas y Ebitda del orden del 26.0% y 28.0% respectivamente. Los crecimientos, se verán apoyados por un importante desarrollo orgánico, tanto en México como en Sudamérica, así como también por la incorporación de los resultados de Italianni's. Starbuck's (26.0% de las ventas) continuará siendo la marca de mayor crecimiento del portafolio (46.0% de las aperturas), lo que habla de los buenos resultados que se mantienen en dicha marca. Anticipamos una ligera expansión en el Margen Ebitda de 20pb a 12.2%, derivado principalmente de una mayor masa crítica, así como de la incorporación de Italianni's que por la naturaleza del negocio maneja mejores márgenes.

Riesgos

El principal riesgo para Alesea es de tipo macroeconómico, de las primeras cosas que el consumidor restringe en un escenario de desaceleración son los gastos en restaurantes. Adicionalmente, la competencia desleal que enfrenta por parte del comercio informal, hace difícil que en divisiones como QSR, la empresa pueda competir en temas de precio.

Alesea*

26 de Enero de 2012

COMPRA

Precio Objetivo (2012 P\$): 18.00
 Rendimiento Potencial : 21.0%
 Precio Objetivo ADR : N.D.

Raquel Moscoso Armendariz

rmoscoso@ixe.com.mx

5335-3302

Datos Básicos de la acción

Precio Actual (P\$)	14.87
Precio ADR (USD\$)	N.D.
Acciones por ADR	N.D.
Dividendo (retorno)	0.1%
Máximo - Mínimo 12m (P\$)	14.87 - 9.80
Valor de mercado (USD\$ m)	690
Acciones en circulación (m)	606
% entre el público	36.0%
Operatividad diaria (P\$ m, prom. 3 meses)	20.4

Resultados

(cifras en millones de pesos)

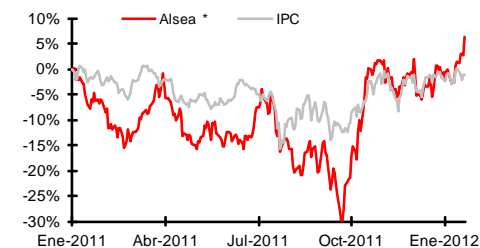
	2010	2011E	2012E	2013E
Ingresos	8,996	10,583	13,410	15,458
Utilidad Operativa	328	458	760	873
EBITDA	1,003	1,191	1,548	1,771
Margen EBITDA	11.2%	11.3%	11.5%	11.5%
Utilidad Neta	151	94	264	312
Margen Neto	1.7%	0.9%	2.0%	2.0%

Activo Total	6,110	6,690	9,784	10,797
Disponible	640	397	1,729	2,221
Pasivo Total	2,999	3,460	6,157	6,735
Deuda	1,598	1,777	3,517	3,517
Capital	2,865	2,970	3,299	3,695

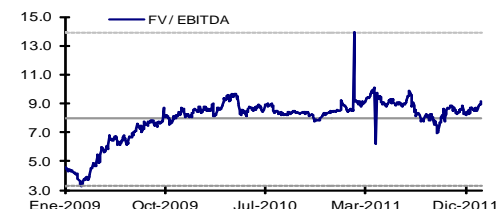
Múltiplos y razones financieras

	2010	2011E	2012E	2013E
VE/EBITDA	8.4x	8.7x	7.1x	6.2x
P/U	32.8x	48.1x	34.2x	28.9x
P/VL	2.7x	2.9x	2.7x	2.4x
ROE	5.3%	3.2%	8.4%	8.9%
ROA	2.5%	1.5%	3.2%	3.0%
EBITDA/Intereses	10.9x	Int.Gan.	Int.Gan.	Int.Gan.
DeudaNeta/EBITDA	1.0x	1.2x	1.2x	0.7x
Deuda/Capital	0.6x	0.6x	1.1x	1.0x

Rendimiento relativo al IPC (12 meses)



EV/EBITDA (3 años)



Amx

Sólida generación de efectivo

Interesante potencial de apreciación, reiteramos COMPRA

La acción de América Móvil arrancó el año con debilidad siendo notable la separación que ha mantenido respecto a mercado sin razón fundamental. Hace un par de meses fijamos nuestro precio objetivo para 2012 en \$19.25 lo que representaría un múltiplo FV/Ebitda 12e de 6.8x. Amx cotiza con un premio de 23% frente a la valuación de sus comparables no obstante creemos que es justificable dada la baja penetración de servicios de valor agregado, su potencial en la región y su amplia generación de efectivo. En base al precio actual, el rendimiento esperado hacia nuestro precio objetivo es atractivo y consideramos que en estos niveles el margen de error para una inversión de largo plazo se reduce por lo que nuestra recomendación es de **COMPRA**.

Rápido crecimiento de la banda ancha móvil

La telefonía móvil en latinoamericana ha alcanzado una alta penetración entre la población por lo que el crecimiento esperado de nuevas líneas de voz es limitado, sin embargo, creemos que la nueva fuente de generación de ingresos para los operadores provendrá de la migración de estas líneas de voz hacia servicios de valor agregado como la banda ancha móvil. El abaratamiento de los teléfonos con acceso a internet, el uso intensivo de las redes sociales y el empaquetamiento de servicios (voz y datos) con tarifas atractivas son elementos que facilitarían la migración, es por esto que hemos observado un mayor crecimiento de la base de suscriptores de postpago en los últimos trimestres. Al 3T11, el 16% de los ingresos provienen del servicio de datos celulares.

Inversiones más eficientes por integración con operaciones fijas

El acelerado crecimiento en los suscriptores que utilizan servicios de internet móvil ha provocado un elevado tráfico de datos por lo que los operadores requieren incrementar sus inversiones en capacidad de sus redes. Al adquirir las operaciones de Telmex y Telmex Internacional, Amx tiene acceso a una mayor infraestructura por la que puede cursar parte del tráfico y hacer más eficientes sus inversiones. Nuestras proyecciones 2012 incluyen un CAPEX de \$8,000 mdd.

Podría incrementar el retorno de flujo hacia los accionistas

En los últimos años, la empresa ha utilizado la fortaleza de su balance para adquirir las operaciones de telefonía fija del Grupo Slim y para recomprar las participaciones de los accionistas minoritarios de estas subsidiarias y de Net Servicios. Hacia delante consideramos que Amx podría destinar un mayor flujo hacia sus accionistas ya que no tiene más participaciones minoritarias que recomprar, en nuestro modelo de proyecciones estimamos que la empresa podría generar \$100 mil mdp de flujo libre de efectivo.

Estimados 2012

Para el 2012, calculamos que la Amx podría registrar poco menos de 22 millones de Unidades Generadoras de Ingreso (77.2% provendrían del negocio celular) con lo que se alcanzaría una base total de 327.2 millones (+7.2% A/A). Para el 2012, estimamos aumentos de 3.8%, 3.9% y 17.5% para los ingresos, el Ebitda y la utilidad neta, respectivamente. Nuestras proyecciones incluyen un CAPEX de \$8,000 mdd, recompras de acciones por \$58,000 mdp y un dividendo de \$0.20 por acción. Con estas cifras, la razón de deuda neta bajaría a 0.9x.

Principales riesgos

El sector de telecomunicaciones es altamente regulado por lo que un cambio en la legislación podría afectar a las empresas, tal como sucedió en México a principios del 2011 con la modificación a tarifas de interconexión. En Brasil, las tarifas de terminación de fija a móvil es alta con respecto a otros países de la región, un cambio brusco a la baja podría afectar la generación de flujo de Amx. Una adopción más rápida de la banda ancha móvil de los suscriptores podría requerir de mayores inversiones en la capacidad de las redes y subsidio de equipos reduciendo el flujo disponible para los accionistas. La competencia podría intensificarse en la región afectando las tarifas de los servicios lo que provocaría una baja en la rentabilidad de las subsidiarias.

Amx L

26 de Enero de 2012

COMPRA

Precio Objetivo (2012 P\$): 19.25
 Rendimiento Potencial : 25.4%
 Precio Objetivo ADR : 30.80

Manuel Jiménez Zaldivar

mjimenezza@ixe.com.mx
 5004-1275

Datos Básicos de la acción

Precio Actual (P\$)	15.35
Precio ADR (USD\$)	23.49
Acciones por ADR	20
Dividendo (retorno)	0.1%
Máximo - Mínimo 12m (P\$)	17.61 - 13.67
Valor de mercado (USD\$m)	90,403
Acciones en circulación (m)	76,969
% entre el público	50.9%
Operatividad diaria (P\$m, prom. 3 meses)	1,136.5

Resultados

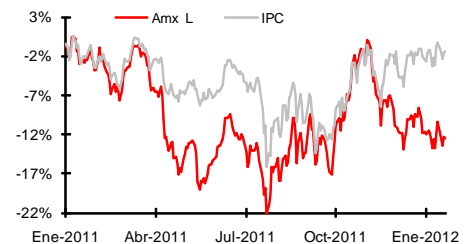
(cifras en millones de pesos)

	2010	2011E	2012E	2013E
Ingresos	607,856	657,600	682,216	698,576
Utilidad Operativa	152,321	154,516	165,596	171,494
EBITDA	243,393	251,372	261,079	266,935
Margen EBITDA	40.0%	38.2%	38.3%	38.2%
Utilidad Neta	91,123	88,660	104,197	96,590
Margen Neto	15.0%	13.5%	15.3%	13.8%
Activo Total	876,695	980,207	982,232	1,023,369
Disponible	95,938	83,736	86,477	93,878
Pasivo Total	540,657	622,534	575,653	588,092
Deuda	303,100	374,940	331,652	343,123
Capital	307,652	330,598	375,803	402,328

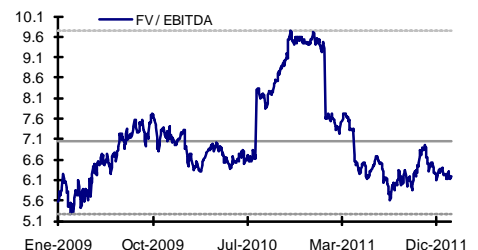
Múltiplos y razones financieras

	2010	2011E	2012E	2013E
VE/EBITDA	9.5x	6.4x	5.8x	5.7x
P/U	18.2x	13.4x	11.3x	12.2x
P/VL	4.8x	3.9x	3.1x	2.9x
ROE	29.6%	27.8%	29.5%	24.8%
ROA	10.4%	9.5%	10.6%	9.6%
EBITDA/Intereses	19.5x	35.1x	11.5x	11.9x
DeudaNeta/EBITDA	0.9x	1.2x	0.9x	0.9x
Deuda/Capital	1.0x	1.1x	0.9x	0.9x

Rendimiento relativo al IPC (12 meses)



EV/EBITDA (3 años)



Bimbo

Sara Lee renueva su atractivo de inversión

La adquisición del negocio de pan de Sara Lee en Estados Unidos, España y Portugal deberá ser uno de los generadores de valor más importantes para la compañía durante 2012. Tras las recientes adquisiciones estimamos que los ingresos de la compañía estarán creciendo en 25.3% y el EBITDA 19.3% en términos anuales. Estamos positivos con respecto a la generación de sinergias, dada la experiencia que ha mostrado BIMBO en adquisiciones anteriores (Weston), lo que provocará un crecimiento mayor a nivel operativo. Adicionalmente, estimamos un mejor desempeño en las operaciones de México y Latinoamérica. Consideramos que la empresa podría seguir con adquisiciones en segmentos como dulces y/o galletas. Derivado de lo anterior nuestra recomendación para las acciones de BIMBO es compra y nuestro PO de \$33.50

Estados Unidos con mayor valor

La adquisición de las operaciones Weston y ahora con las de Sara Lee representa una importante oportunidad para Bimbo de generar valor para sus accionistas. Desde nuestro punto de vista, los factores más relevantes de la adquisición con Sara Lee son: a) La oportunidad de seguir creciendo en el mercado de panificación en Estados Unidos, de entrada se da un incremento de 23% en las ventas; b) existe potencial para poder expandir las operaciones a otros mercados fuera de Estados Unidos, Asia y África, lo anterior ya lo vimos en Europa; y c) mayores sinergias a las programadas en menor tiempo dada la experiencia que registró la empresa en operaciones anteriores. El deterioro en márgenes que observaremos en esta región, relacionado con las adquisiciones ya está descontado por el mercado.

En México sigue siendo el líder en panificación.

Para el mercado nacional estimamos que la compañía mantendrá un crecimiento de 9% en ingresos en 2012, apoyado tanto en precios como en volúmenes, favorecido por el liderazgo de mercado que sostiene. Consideramos que el avance en volúmenes y eficiencias a nivel operativo deberán sostener el nivel de rentabilidad de la compañía. La estrategia en base a marcas y productos se mantendrá en la innovación, extensiones de línea y lanzamientos.

Fargo en Argentina...

Consideramos que Latinoamérica es un mercado con grandes posibilidades de crecimiento para la compañía. Recientemente Femsa integró las operaciones de la panificadora Fargo en Argentina, líder de mercado en ese país. Consideramos que la empresa puede seguir manteniendo un ritmo de crecimiento acelerado a nivel de doble dígito en Latinoamérica para ir incrementando su participación en las ventas de la empresa que actualmente alcanzan el 13%.

En España se consolida con la marca Bimbo

Bimbo adquirió el negocio de panificación fresca de Sara Lee en España y Portugal, la operación representará 4.0% y 2.0% de los ingresos y EBITDA consolidados del grupo. Vemos potencial de crecimiento en dicho mercado.

Valuación.

Nuestro precio objetivo de P\$33.0 implica que la acción estaría cotizando a un múltiplo VE/EBITDA de 9.6x, en línea con el promedio histórico de 5 años de 9.6x. La determinación del precio se realizó través del promedio aritmético de los precios objetivos de dos métodos de valuación: 1) Flujos Descontados a Valor Presente "DCF" (PO "12e de \$33.61 pesos); y 2) Múltiplos (PO "12e de \$32.6 pesos). De esta forma, el Precio Objetivo 2012e se ubica en \$33.10 pesos, más dividendo de 0.40 por acción representado un precio de Ps33.50 rendimiento potencial de 15.60% respecto al precio actual (\$28.9).

Riesgos.

Entre los principales riesgos que pudieran afectar nuestra tesis de inversión sobresalen. A) un menor crecimiento al esperado en la región; b) presiones alcistas en precios de los principales insumos referenciados en dólares; c) exposición regulatoria y cambiaria en los mercados que opera.

Bimbo A

26 de Enero de 2012

COMPRA

Precio Objetivo (2012 P\$): 33.50
 Rendimiento Potencial : 15.6%
 Precio Objetivo ADR : N.D.

Marisol Huerta Mondragon

marisol.huerta.mondragon@banorte.com
 5268-9927

Datos Básicos de la acción

Precio Actual (P\$)	28.99
Precio ADR (USD\$)	N.D.
Acciones por ADR	N.D.
Dividendo (retomo)	1.4%
Máximo - Mínimo 12m (P\$)	29.83 - 23.07
Valor de mercado (USD\$m)	10,433
Acciones en circulación (m)	4,703
% entre el público	20.0%
Operatividad diaria (P\$m, prom. 3 meses)	65.4

Resultados

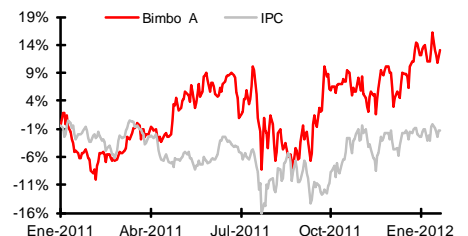
(cifras en millones de pesos)

	2010	2011E	2012E	2013E
Ingresos	117,163	130,759	163,882	174,662
Utilidad Operativa	11,393	12,600	14,410	15,819
EBITDA	15,468	16,331	19,196	21,158
Margen EBITDA	13.2%	12.5%	11.7%	12.1%
Utilidad Neta	5,395	5,794	6,751	7,484
Margen Neto	4.6%	4.4%	4.1%	4.3%
Activo Total	99,069	117,042	131,146	141,472
Disponible	3,325	11,087	18,971	28,377
Pasivo Total	54,532	79,083	86,937	88,388
Deuda	33,210	38,079	43,550	43,550
Capital	43,710	37,283	43,421	52,138

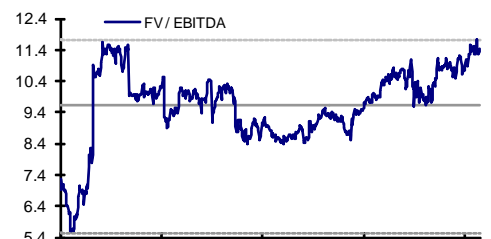
Múltiplos y razones financieras

	2010	2011E	2012E	2013E
VE/EBITDA	9.4x	11.3x	8.6x	8.2x
P/U	21.5x	23.4x	20.2x	18.2x
P/VL	2.9x	2.8x	3.1x	2.6x
ROE	12.3%	14.3%	16.7%	15.7%
ROA	5.4%	5.4%	5.4%	5.5%
EBITDA/Intereses	6.0x	8.5x	9.7x	9.8x
DeudaNeta/EBITDA	1.9x	1.7x	1.3x	0.7x
Deuda/Capital	0.8x	1.0x	1.0x	0.8x

Rendimiento relativo al IPC (12 meses)



EV/EBITDA (3 años)



Femsa

Con sólidos crecimientos en Oxxo y Kof

Femsa deberá seguir presentando sólidos crecimientos durante 2012, apoyado en el desempeño de sus divisiones de bebidas (KOF) y comercial (OXXO). Consideramos que las divisiones de FEMSA mantendrán un sólido ritmo de crecimiento al beneficiarse de: a) Las perspectivas de crecimiento por fusiones en la división de bebidas; b) ganancias de participación de mercado; c) crecimiento orgánico de la unidad comercio; d) elecciones. Estos factores podrán compensar el escenario de menor dinamismo económico estimado para este. Derivado de las favorables perspectivas de crecimiento que se han generado en Oxxo y KOF, nuestro precio objetivo para 2012 es de Ps107.00 con una recomendación de COMPRA.

OXXO, en 2012 seguirá la expansión y la eficiencia

Para Oxxo, consideramos crecimientos de 17% en ingresos y de 17% en EBITDA durante 2012 con base a: a) la expansión en 1,200 unidades en México donde actualmente tienen 9,148 unidades. Adicionalmente, no debemos perder de vista el crecimiento que consideramos deberá de ser un poco más acelerado en Colombia. En VMT estimamos un avance de 5% para 2012 y una expansión en margen EBITDA de 10pb. Oxxo es la tercera tienda comercial en términos de ingresos, superada por Walmart y Soriana. El ritmo de expansión que tiene (mil tiendas por año en promedio) y dinamismo en ventas (13% U5A) consideramos la llevaría en un par de años igualar a su segundo competidor. Los pilares que soportan la estrategia de Oxxo tienen que ver con : a) segmentación en las líneas de venta (áreas de oficinas, hogares, etc), b) desarrollo de nuevas categorías (Fast Food, con marcas como "Delixia") y crecimiento orgánico.

Con KOF impulsan fusiones

Para la división de refrescos esperamos que las fusiones realizadas el año anterior deriven en un crecimiento en ingresos y EBITDA de 17% y 21% en ambos casos. Aunado a la consolidación de las fusiones de Grupo Tampico, CIMSA, y Fomento Queretano que promoverán un incremento en volumen de 30% Consideramos que los ingresos tendrán un desempeño positivo derivado de: 1) Una mejor ecuación en precio y volumen. Creemos que el dinamismo económico en México y en Latinoamérica, le permitirán una mayor flexibilidad para mover precios, 2) estrategia basada en extensiones de línea con las categorías no carbonatadas (jugos y agua y lacteos) e innovación en empaques; lo que permitirá contrarrestar las presiones en precios de materias primas estimadas para este año (azúcar y pet). Las sinergias relacionadas con las fusiones oscilan Ps800 millones a nivel de EBITDA alcanzables en 18-24 meses.

Esperamos nuevas fusiones, como catalizadores.

Para 2012 consideramos seguirá dando noticia en el tema de fusiones ya sea en el mercado de refrescos como en otros nichos de negocio. En México existen 8 embotelladores independientes, de los cuales cinco se encuentran muy cercanos a los territorios de KOF, con lo que no descarta que el proceso pueda continuar en el corto plazo. En Latinoamérica existen también oportunidades, Brasil es un mercado en el que cuenta con el 30% de mercado y existen muchos embotelladores independientes sujetos a ser adquiridos. Argentina y Colombia, son también mercados potenciales.

Precio Objetivo 2012.

Nuestra PO fue calculado con base a nuestro modelo de DCF (que considera una WACC de 9.6% y un crecimiento residual de 2.5%). También consideramos en el cálculo del PO, un análisis de valuación por suma de partes, donde considera un múltiplo de 10.8x para KOF; de 14.5x para Oxxo; y un descuento de 10% de acuerdo a nuestras estimaciones y del promedio del sector para Oxxo.

Riesgos.

Entre los principales riesgos que pudieran afectar nuestra tesis de inversión sobresalen. A) un menor crecimiento al esperado en la región; b) presiones alcistas en precios de los principales insumos referenciados en dólares; c) exposición regulatoria y cambiaria en los mercados que opera.

Femsa UBD

26 de Enero de 2012

COMPRA

Precio Objetivo (2012 P\$): 107.00
Rendimiento Potencial : 17.1%
Precio Objetivo ADR : 85.94

Marisol Huerta Mondragon

marisol.huerta@banorte.com
5268-9927

Datos Básicos de la acción

Precio Actual (P\$)	91.38
Precio ADR (USD\$)	69.92
Acciones por ADR	10
Dividendo (retorno)	1.5%
Máximo - Mínimo 12m (P\$)	98.04 - 64.01
Valor de mercado (USD\$ m)	25,019
Acciones en circulación (m)	3,578
% entre el público	68.0%
Operatividad diaria (P\$ m, prom. 3 meses)	236.3

Resultados

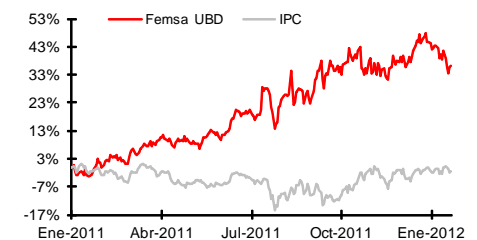
(cifras en millones de pesos)

	2010	2011E	2012E	2013E
Ingresos	169,702	198,106	228,009	259,475
Utilidad Operativa	22,529	25,595	30,833	35,192
EBITDA	28,030	32,391	37,656	43,498
Margen EBITDA	16.5%	16.4%	16.5%	16.8%
Utilidad Neta	40,251	13,274	15,607	17,496
Margen Neto	23.7%	6.7%	6.8%	6.7%
Activo Total	223,578	247,798	254,851	261,310
Disponible	27,163	35,386	35,386	35,386
Pasivo Total	70,565	74,158	71,130	75,219
Deuda	25,543	20,132	14,632	14,632
Capital	117,348	133,600	141,355	143,180

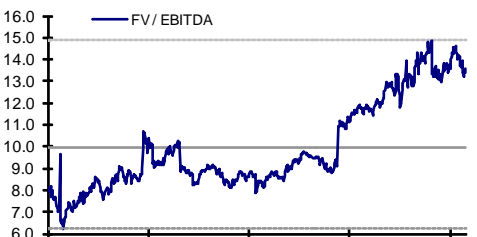
Múltiplos y razones financieras

	2010	2011E	2012E	2013E
VE/EBITDA	9.5x	14.5x	11.1x	9.6x
P/U	6.3x	24.6x	21.0x	18.7x
P/VL	2.1x	2.7x	2.3x	2.3x
ROE	34.3%	10.6%	11.4%	12.3%
ROA	18.0%	5.6%	6.2%	6.8%
EBITDA/Intereses	13.0x	18.4x	64.6x	81.9x
DeudaNeta/EBITDA	-0.1x	-0.5x	-0.6x	-0.5x
Deuda/Capital	0.2x	0.2x	0.1x	0.1x

Rendimiento relativo al IPC (12 meses)



EV/EBITDA (3 años)



Geo

Finalmente, mejora la perspectiva

Preparado ante la maduración del sector

Como el resto de sus competidores, Geo ha pasado los últimos tres años ajustando su modelo de negocio a la nueva realidad que vive el sector vivienda en México. Geo ha preparado nuevas vetas de negocio relacionados a fin de potencializar sus ingresos, se ha esforzado fortaleciendo la relación valor-precio de su oferta de vivienda a fin de obtener una ventaja competitiva comercial y aprovechar a la vez la disponibilidad de mayores subsidios en 2012, entendiendo las necesidades de la población no afiliada a fin de ofrecer opciones viables a este importante segmento de la demanda potencial, acomodando una oferta más cargada hacia la construcción vertical para aprovechar el enfoque al urbanismo que el gobierno impulsa, y por ende ajustando su capital de trabajo acorde a las necesidades que esta nueva estrategia implica.

Resultados distintos, discretos, pero de mayor "calidad"

Desde 2009 el crecimiento en los ingresos reportados por las empresas del sector vivienda han mostrado una tasa mucho menor de lo que venían haciendo anteriormente, primero en consecuencia del cambio de contabilidad—de reconocimiento de ingresos por avance de obra a reconocimiento por titulación, y posteriormente debido a la maduración propia del sector. No obstante, en este periodo, 2009-2011, la generación de efectivo ha sufrido por la mayor necesidad de inversión que enfrenta el sector, y sólo ahora comenzaremos a ver cifras más "consistentes" en base a una estrategia operativa y financiera que se ha acomodado a la nueva realidad. A final del día, aunque tendremos tasas de crecimiento comparativamente modestas, deberemos ver una mejora sensible en términos de FCF (finalmente positivos!), así como en el valor económico generado, la rentabilidad del capital, e incluso en la posición financiera.

Nuestra primera opción en el sector vivienda

Geo es nuestra opción de inversión favorita en el sector, ya que combina una estrategia preparada para aprovechar las nuevas condiciones de la industria y comenzar a generar FCF positivo de forma consistente a partir de este mismo 4T11, con un nivel de valuación extraordinariamente castigado. Nuestra estimación para Geo en 2012 incluye un crecimiento de ingresos cercano a 7%, en tanto que el EBITDA (ajustado) que esperamos en P\$4,985m crecería ligeramente menos, 5%, mostrando un margen de 22.1% justo en el rango medio de la expectativa de la empresa misma (21% a 23%). Asimismo, nuestra estimación considera un monto conservador en contraste a su meta de un FCF por P\$1.0bn (P\$1.25bn en nuestra estimación), logrando de cualquier manera una mejoría considerable en cuanto a la posición financiera de la emisora. Claramente, los puntos fuertes de una inversión en Geo será la mejoría financiera

Valuación conservadora

Nuestro precio objetivo de P\$28.0 para final de 2012 iofrece un rendimiento potencial de 33% que supera ampliamente las expectativas que tenemos para el mercado en general, visto tanto desde el punto de vista de estimación por múltiplos (40,500), que es nuestra estimación oficial, como por el ejercicio de suma de precios individuales (42,600) que es basatente más optimista. Nuestr precio incorpora un múltiplo implícito de 5.2x VE/EBITDA ajustada y un descuento cercano a 10% sobre el valor en libros que estimamos alcanzará al cierre de este año; en ambos casos el descuento respecto a la historia es importante, rondando alrededor de 30%. Consideramos que la combinación de múltiplos baratos, y el efecto de dilución que veremos trimestre a trimestre conforme las cifras de periodo son reportadas, serán los principales catalizadores para la acción a lo largo del año.

Geo B

26 de Enero de 2012

COMPRA

Precio Objetivo (2012 P\$):	28.00
Rendimiento Potencial :	33.6%
Precio Objetivo ADR :	9.00

Carlos Hermosillo Bernal
carlos.hermosillo.bernal@banorte.com
 5268-9924

Datos Básicos de la acción

Precio Actual (P\$)	20.96
Precio ADR (USD\$)	6.42
Acciones por ADR	4
Dividendo (retorno)	0.0%
Máximo - Mínimo 12m (P\$)	43.27 - 14.16
Valor de mercado (USD\$m)	881
Acciones en circulación (m)	550
% entre el público	68.0%
Operatividad diaria (P\$m, prom. 3 meses)	60.2

Resultados

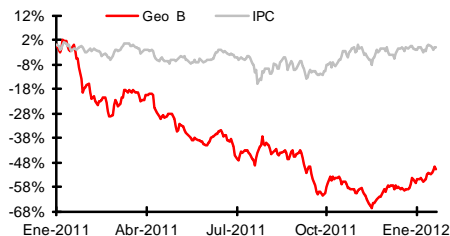
(cifras en millones de pesos)

	2010	2011E	2012E	2013E
Ingresos	19,154	21,069	22,514	23,865
Utilidad Operativa	3,103	3,424	3,671	3,888
EBITDA (ajustada)	4,121	4,748	4,985	5,250
Margen EBITDA	21.5%	22.5%	22.1%	22.0%
Utilidad Neta	1,490	1,495	1,684	1,819
Margen Neto	7.8%	7.1%	7.5%	7.6%
Activo Total	32,840	35,944	38,257	40,935
Disponible	2,228	3,087	3,614	3,867
Pasivo Total	21,602	24,809	23,865	25,535
Deuda	9,200	12,842	12,114	12,962
Capital	9,403	9,371	12,224	13,079

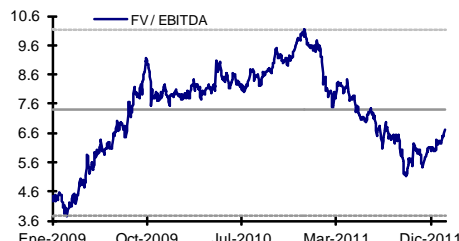
Múltiplos y razones financieras

	2010	2011E	2012E	2013E
VE/EBITDA	10.1x	6.0x	6.0x	5.7x
P/U	17.0x	6.5x	7.0x	6.4x
P/VL	3.0x	1.1x	1.0x	0.9x
ROE	15.8%	15.9%	15.6%	14.4%
ROA	4.5%	4.3%	4.5%	4.6%
EBITDA/Intereses	4.9x	4.7x	5.4x	5.4x
DeudaNeta/EBITDA	2.0x	2.5x	2.1x	2.1x
Deuda/Capital	1.0x	1.4x	1.0x	1.0x

Rendimiento relativo al IPC (12 meses)



EV/EBITDA (3 años)



GMexico

Sólidos fundamentales del cobre

Atractivo potencial de apreciación, pero alto riesgo.

Recientemente reiniciamos cobertura para las acciones de GMEXICO con un precio objetivo PO 2012 en P\$46.00, lo que representaría un rendimiento potencial del 11.2% sobre precios actuales. A lo anterior deberíamos adicionar el atractivo rendimiento—4.7% de acuerdo a nuestras proyecciones—que deberá seguir brindando a los inversionistas a través de dividendos, dada la fuerte generación de efectivo que mantiene la compañía. Siendo que el rendimiento estimado total (15.5%) supera ampliamente nuestra estimación para el mercado en general (8.8%), nuestra recomendación es de COMPRA, no sin antes recordar que se trata de una alternativa de inversión de riesgo alto, dada su estrecha relación con el cobre, y la volatilidad que esto conlleva ante cualquier escenario de desaceleración económica.

El cobre deberá continuar en niveles altos.

Las limitaciones en cuanto al crecimiento en la producción, los bajos niveles en los inventarios y la fuerte demanda por parte de China, sustentan la expectativa de que los precios del cobre continúen en niveles altos. Aún cuando la incertidumbre respecto al crecimiento económico sigue latente, lo que podría afectar la demanda por el cobre, el retraso que ha venido afectando a las principales compañías productoras de cobre en proyectos nuevos que pudieran ayudar a incrementar la capacidad instalada sustentan que el déficit de producción para este año continúe en niveles altos (1.2% de la demanda esperada en 2012). Es así como nuestros estimados contemplan un precio promedio del cobre para 2012 de US\$3.90 por libra.

Buenavista, principal impulsor de los crecimientos.

Nuestros estimados para 2012 anticipan crecimientos interanuales de 5.6% y 8.7% en términos de dólares para los ingresos y EBITDA consolidado de GMEXICO, respectivamente. En la división minera estimamos un aumento del 6.2% en la producción de cobre A/A, que se atribuye principalmente al avance en la curva de Buenavista, mina re-inaugurada apenas hace 9 meses, y toma en consideración un precio promedio para el cobre de US\$3.90 por libra vs. US\$4.03 en 2011. En la división de transporte asumimos un incremento del 13.7% en los volúmenes de carga y del 9.7% en los precios por tonelada transportada A/A. El mayor crecimiento anticipado en EBITDA respecto de los ingresos se explica por mayores eficiencias en ambas divisiones.

Valuación.

Para el cálculo de nuestro PO estamos utilizando un modelo de valuación por múltiplos. De acuerdo a nuestro precio objetivo de P\$46.00, las acciones de GMEXICO estarían cotizando a un múltiplo VE/EBITDA de 5.5x y 2012E de 4.7x, en línea con el promedio del sector. A pesar de que las acciones de GMEXICO se han pagado a múltiplos VE/EBITDA mayores (7.1x promedio U3a), mientras el sentimiento de aversión al riesgo continúe dados los temores e incertidumbre respecto al crecimiento económico global particularmente con la crisis en Europa y las perspectivas de desaceleración en China, no creemos que el mercado esté dispuesto a pagar múltiplos mayores por empresas mineras, especialmente productoras de cobre.

Riesgos.

Entre los principales riesgos que pudieran afectar nuestra tesis de inversión sobresalen el retraso en la ejecución de proyectos nuevos, la desaceleración económica y su impacto en el precio del cobre, la posibilidad de un nuevo impuesto sobre minería en México, la fuerte dependencia del tipo de cambio, riesgos políticos ante el nuevo gobierno en Perú, y algunos litigios en los que está envuelta la compañía.

GMéxico B

26 de Enero de 2012

COMPRA

Precio Objetivo (2012 P\$): 46.00
 Rendimiento Potencial : 11.2%
 Precio Objetivo ADR : N.D.

Marissa Garza Ostos

marissa.garza@banorte.com

5004-1179

Datos Básicos de la acción

Precio Actual (P\$)	41.38
Precio ADR (USD\$)	N.D.
Acciones por ADR	N.D.
Dividendo (retorno)	P\$1.65 / 4.5%
Máximo - Mínimo 12m (P\$)	49.45 - 30.93
Valor de mercado (USD\$ m)	24,572
Acciones en circulación (m)	7,773
% entre el público	40.0%
Operatividad diaria (P\$ m, prom. 3 meses)	363.2

Resultados

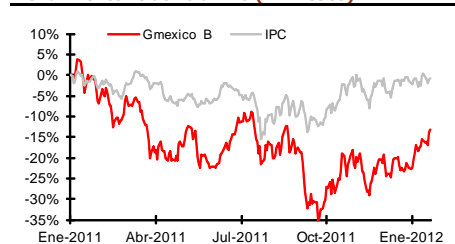
(cifras en millones de dólares)

	2010	2011E	2012E	2013E
Ingresos	8,083	10,378	10,956	12,348
Utilidad Operativa	3,337	4,567	4,932	5,633
EBITDA	3,982	5,140	5,588	6,392
Margen EBITDA	49.3%	49.5%	51.0%	51.8%
Utilidad Neta	1,636	2,418	2,579	2,976
Margen Neto	20.2%	23.3%	23.5%	24.1%
Activo Total	14,277	15,827	18,112	21,187
Disponible	3,286	4,234	5,274	6,380
Pasivo Total	6,838	6,890	7,055	7,517
Deuda	3,957	3,883	3,883	3,883
Capital	7,438	8,937	11,057	13,670

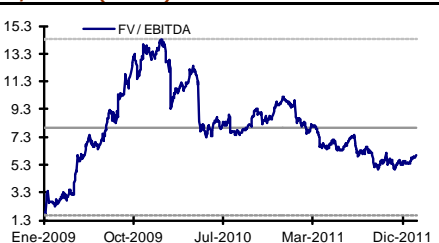
Múltiplos y razones financieras

	2010	2011E	2012E	2013E
VE/EBITDA	7.4x	5.4x	4.9x	4.2x
P/U	14.1x	9.3x	8.9x	7.7x
P/VL	3.9x	3.1x	2.6x	2.1x
ROE	27.6%	33.2%	29.3%	27.8%
ROA	12.7%	16.1%	15.2%	15.1%
EBITDA/Intereses	15.0x	33.0x	47.8x	115.0x
DeudaNeta/EBITDA	0.2x	-0.1x	-0.2x	-0.4x
Deuda/Capital	0.1x	0.0x	-0.2x	-0.2x

Rendimiento relativo al IPC (12 meses)



EV/EBITDA (3 años)



Ica

Apoyarán Concesiones y Elecciones

Con amplia historia y en sectores prioritarios.

ICA es la empresa de ingeniería, procuración y construcción más grande de México con una amplia historia en el país. La compañía opera en sectores defensivos, prioritarios para el gobierno y que son claves para impulsar el desarrollo económico del país. Posee la estructura más robusta entre las desarrolladoras mexicanas de infraestructura, lo cual le permite adjudicarse un gran número de los proyectos de mayor importancia. Participa en los segmentos de: Construcción Civil (39.7% del Ebitda U12m), Construcción Industrial (8.6%), Infraestructura (donde entran las concesiones de carreteras, plantas de agua, presas, etc, con el 32.5% del Ebitda U12m) y Aeropuertos (específicamente Oma con el 15.3%), y Vivienda (a través de ViveIca, 5.9%).

2012: Empujarán Concesiones y mayor gasto ante Elecciones.

Nuestras estimaciones para 2012 de ICA consideran un crecimiento de 9.3% en Ingresos Totales y +11.6% en EBITDA Ajustada (excluyendo costos financieros de la estructura de costos), de tal forma que con dichos crecimientos prevemos un margen EBITDA de 16.8%, que representaría un aumento de 0.4pp vs. nuestro estimado de 16.4% para el 2011. Consideramos que los principales catalizadores de crecimiento de la compañía para este año serán la maduración del segmento Concesiones en el que entran en operación 6 de los 10 proyectos en construcción que constituyen el portafolio, la recuperación en el segmento Aeropuertos (mejor comportamiento de tráfico de pasajeros) y crecimientos constantes en los segmentos de Construcción Civil e Industrial, apoyados por el mayor gasto público ante las próximas elecciones presidenciales.

Seguirá Backlog en buenos niveles.

Destacamos que a finales de 2012, ICA debería de haber ejecutado al menos el 25% del Backlog actual (P\$39,413m), con potenciales proyectos en puerta ("pipeline") que tienen un valor de US\$25,000m. en Concesiones para los siguientes 24 meses, así como US\$8,400m. en Construcción Civil e Industrial. Si bien, para el Backlog no esperamos que se ubique en niveles superiores a los observados en los últimos años, cuando logró máximos históricos, consideramos que con un ritmo de ejecución constante de P\$7,000m. por trimestre se mantendría alrededor de los P\$40,000m. Sin contemplar adiciones grandes (ej. La Yesca) en los proyectos de ICA, este año seguirá siendo dinámico con un mayor gasto público esperado ante las próximas elecciones presidenciales. Consideramos que ICA debería ser capaz de transitar el periodo post-electoral sin sobresaltos en su tendencia operativa gracias al nivel de backlog actual.

Respecto a la Deuda.

Al 3T11, la Deuda Total de la compañía era de P\$47,440m., compuesta por: 59% referenciada a los proyectos, 22% a Capital de Trabajo y 19% es Corporativa. Estamos considerando la entrega de La Yesca hacia finales de 2012 (en línea con la proyección de la empresa), que implicaría una reducción anual del 20% de la Deuda Total, ubicándose en P\$39,214m. (vs. P\$48,824m. en 2011e). Asimismo, la razón Deuda Neta/EBITDA pasaría de 5.4x en 2011e a 4.3x para 2012e. Aunado a la próxima entrega de La Yesca y su correspondiente pago de financiamiento, para ICA el nivel de Deuda no es un factor que disminuya fácilmente, pero es importante resaltar que el perfil de deuda de la compañía está orientado a Largo Plazo y en su gran mayoría se componen de deuda-proyecto que representa un riesgo menor a nivel corporativo, aislando los factores de riesgo relacionados a la ejecución normal en la industria.

Valuación.

Nuestro Precio Objetivo para ICA para finales de 2012 es de P\$24.0 por acción, con un rendimiento potencial de 51.9% con base en los actuales niveles de precio. Este PO es resultado del promedio de tres métodos de valuación: por Múltiplos VE/EBITDA, por Suma de Partes y por Flujos Descontados. De acuerdo a nuestras políticas, el resultado equivale a una recomendación de "Compra", aunque hay que señalar que el tema de la deuda seguirá siendo importante ya que ha sido uno de los principales inconvenientes en el mejor desempeño de las acciones en el mercado.

Ica *

26 de Enero de 2012

COMPRA

Precio Objetivo (2012 P\$):	24.00
Rendimiento Potencial :	17.7%
Precio Objetivo ADR :	11.57

José Itzamna Espitia Hernández

jespitia@ixe.com.mx
5268-9000 ext. 48066

Datos Básicos de la acción

Precio Actual (P\$)	20.39
Precio ADR (USD\$)	9.36
Acciones por ADR	6
Dividendo (retorno)	-
Máximo - Mínimo 12m (P\$)	32.42 - 14.47
Valor de mercado (USD\$ m)	1,003
Acciones en circulación (m)	643
% entre el público	90.0%
Operatividad diaria (P\$ m, prom. 3 meses)	75.0

Resultados

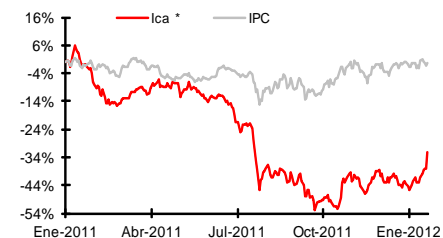
(cifras en millones de pesos)

	2010	2011E	2012E	2013E
Ingresos	34,908	40,804	44,610	49,787
Utilidad Operativa	2,546	3,780	3,421	3,509
EBITDA Aj.	5,037	6,700	7,480	8,464
Margen EBITDA Aj.	14.4%	16.4%	16.8%	17.0%
Utilidad Neta	675	1,876	1,360	1,511
Margen Neto	1.9%	4.6%	3.0%	3.0%
Activo Total	71,335	94,822	85,366	87,923
Disponible	4,376	12,843	7,104	6,480
Pasivo Total	52,875	74,326	65,076	67,105
Deuda	33,089	48,824	39,214	39,366
Capital	18,460	20,496	20,290	20,819

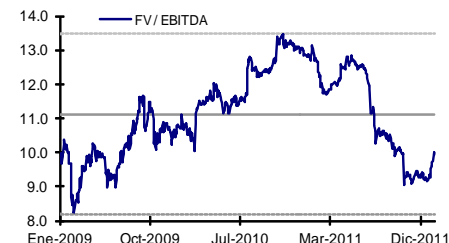
Múltiplos y razones financieras

	2010	2011E	2012E	2013E
VE/EBITDA	10.6x	7.5x	6.7x	5.9x
P/U	30.4x	6.6x	9.2x	8.2x
P/VL	1.3x	0.7x	0.8x	0.8x
ROE	4.1%	11.6%	8.6%	9.5%
ROA	1.0%	2.2%	1.5%	1.7%
EBITDA/Intereses	5.7x	9.8x	28.6x	87.8x
DeudaNeta/EBITDA	5.5x	5.4x	4.3x	3.9x
Deuda/Capital	1.7x	2.4x	1.9x	1.9x

Rendimiento relativo al IPC (12 meses)



EV/EBITDA (3 años)



Lab

En proceso de expansión

Una atractiva historia

Genomma Lab es una de las empresas de mayor crecimiento en la industria de productos farmacéuticos OTC, medicamentos genéricos y productos para el cuidado personal en México, con una creciente presencia a nivel internacional (+ 14 países). La compañía se dedica al desarrollo, venta y promoción de una gran variedad de productos de diversas marcas, muchos de los cuales son líderes de la categoría en la cual compiten en términos de ventas y participación de mercado (Ejem: Asepaxia y Next, primer lugar en anti-acné y antigripales, con 69% y 50.0% de participación de mercado respectivamente). Recomendamos COMPRA con PO 2012E de \$35.0

Crecimiento impulsado por adquisiciones y nuevos mercados

Anticipamos un crecimiento para LAB en 2012, del orden de 25.0% en Ventas y 27.7% en Ebitda. Los resultados, deberán verse apoyados por la reciente adquisición de más de diez nuevas marcas en los últimos seis meses, así como también por un mayor dinamismo de las operaciones internacionales, especialmente en países como Brasil. Anticipamos que durante este año empezará a dar frutos la asociación con Televisa en EUA, aunque consideramos que el tiempo de maduración de este negocio todavía puede tardar. La manufactura local en Sudamérica, así como la mayor masa crítica deberá estar impulsando los márgenes, estimamos una mejora de 50pb en el Margen Ebitda a niveles de 26.0%.

Modelo de negocio sencillo y efectivo

El formato de negocio de Lab, le permite una rápida respuesta ante la demanda de los consumidores. La fortaleza que le da el no tener plantas propias, hace que resulte sencillo migrar de fabricante cuando hay en el mercado una mejor fórmula. El esquema funciona a partir de lanzar un producto con una agresiva campaña publicitaria, una vez que este llega al momento de declive, se lanzan extensiones de línea sobre la misma marca, lo que acelera el retorno sobre la inversión. La demanda de productos es incentivada en su totalidad a través de mercadotecnia. La metodología usada para determinar la mejor campaña publicitaria cruza información de variables tales como: tendencias de mercado; base de datos estadística, publicidad de la competencia e información de los clientes entre otros. A partir de esta información se diseña una campaña única para cada producto. La efectividad de una campaña es medida de manera semanal, sobre una base diaria.

Mercado con fuerte potencial

El mercado de productos farmacéuticos OTC en México, alcanza un valor superior a los \$20,000mdd, mientras que el valor de la categoría de cuidado personal asciende a cerca de los \$76,000mdd. El gasto en farmacéuticos en el país asciende a alrededor de 1.7% del PIB vs una proporción de 2.6% aproximadamente en EUA. La participación de mercado de LAB en estas categorías es de alrededor del 10.0%, lo que abre un potencial enorme para continuar incrementando su participación.

Estructura Financiera

Actualmente, Genomma es una empresa que opera prácticamente sin deuda, el modelo de negocio no es intensivo en capital, lo que le permite usar buena parte de su efectivo, para concretar adquisiciones de marcas de renombre que han caído en el olvido. La empresa opera con una deuda neta negativa.

Valuación.

El múltiplo EV/Ebitda actual de Genomma es de 14.4x, lo que implica un ligero descuento vs su promedio U3a de 15.16x. El múltiplo FV/Ebitda 2012E es de 10.6x, lo que implicaría un premio de 5.0% vs el promedio del sector en Latinoamérica de 10.1x. Sin embargo, consideramos que un ligero premio es justificable, dadas las fuertes tasas de crecimiento y el potencial que presenta la compañía.

Lab B

26 de Enero de 2012

COMPRA

Precio Objetivo (2012 P\$):	35.00
Rendimiento Potencial :	27.0%
Precio Objetivo ADR :	N.D.

Raquel Moscoco Armendariz

rmoscoco@ixe.com.mx
5335-3302

Datos Básicos de la acción

Precio Actual (P\$)	27.56
Precio ADR (USD\$)	N.D.
Acciones por ADR	N.D.
Dividendo (retorno)	0.1%
Máximo - Mínimo 12m (P\$)	31.69 - 22.33
Valor de mercado (USD\$ m)	2,220
Acciones en circulación (m)	1,053
% entre el público	32.3%
Operatividad diaria (P\$ m, prom. 3 meses)	94.2

Resultados

(cifras en millones de pesos)

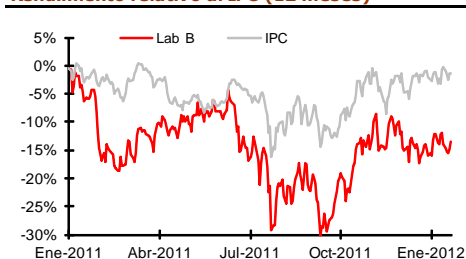
	2010	2011E	2012E	2013E
Ingresos	6,264	8,160	10,200	12,240
Utilidad Operativa	1,615	1,972	2,629	3,186
EBITDA	1,694	2,079	2,655	3,186
Margen EBITDA	27.0%	25.5%	26.0%	26.0%
Utilidad Neta	1,073	1,283	1,696	2,100
Margen Neto	17.1%	15.7%	16.6%	17.2%

Activo Total	5,831	8,606	9,479	11,353
Disponible	1,454	1,107	1,727	1,877
Pasivo Total	1,719	3,335	3,155	3,648
Deuda	0	970	798	657
Capital	4,085	4,743	5,691	6,934

Múltiplos y razones financieras

	2010	2011E	2012E	2013E
VE/EBITDA	21.3x	14.2x	10.7x	8.9x
P/U	31.5x	22.6x	17.1x	13.8x
P/VL	8.6x	5.8x	5.1x	4.2x
ROE	26.3%	29.1%	32.5%	33.3%
ROA	18.4%	17.8%	18.8%	20.2%
EBITDA/Intereses	168.5x	21.3x	12.9x	8.6x
DeudaNeta/EBITDA	-0.9x	-0.1x	-0.4x	-0.4x
Deuda/Capital	0.0x	0.2x	0.1x	0.1x

Rendimiento relativo al IPC (12 meses)



EV/EBITDA (3 años)



Mexchem

El Gigante Latinoamericano

Líder en Latinoamérica

Mexichem es la empresa química y petroquímica líder en Latinoamérica, con presencia en todo el continente americano, Reino Unido y Asia. La compañía se dedica a la producción de productos derivados del cloro como resinas de PVC, tubería y tiene una división minera que explota Fluorita. Mantenemos una recomendación de COMPRA y PO2012E de \$60.0.

Fuertes crecimientos esperados y Valuación.

La compañía tiene un historial de fuertes crecimientos, los cuales esperamos se mantengan hacia futuro. En el período 2006-2011, la emisora habrá tenido un TACC de 31.0% en Ventas y 33.0% en Ebitda. La empresa tiene como compromiso, crecer a tasas de por lo menos 20.0% por año, lo que la hace una de las compañías con los crecimientos más agresivos. Estimamos que hacia 2012, Mexichem tenga crecimientos del orden de 18.0% en Ventas y 20.0% en Ebitda. Lo anterior, sin tomar en cuenta adquisiciones, lo cual consideramos bastante probable dado el agresivo historial de la compañía en ese sentido. El múltiplo FV/Ebitda actual de la compañía es de 9.5x y se sitúa muy cerca de su promedio U3a de 9.5x, el múltiplo EV/Ebitda 2012E para la compañía es de 7.5x, lo que implica un premio vs el sector de alrededor del 6.0%, tradicionalmente, Mexichem se paga a un premio, dados sus fuertes crecimientos históricos y estimados, así como también sus buenos márgenes operativo y Ebitda.

Fortalezas únicas

Mexchem, cuenta con la mina de Fluorita más grande del mundo, con reservas probadas para más de 50^a, siendo el productor más grande de ácido fluorhídrico a nivel mundial y el único fabricante de refrigerantes totalmente integrado en América. Por otro lado, es el más grande productor en Latinoamérica de PVC y tubería, siendo líder en la región en la producción de Sosa – Caústica y cloro. La compañía se ha enfocado, en agregar valor a sus materias primas, buscando integrarse hacia productos de mayor valor agregado, lo que le ayuda a mitigar la volatilidad a la que este tipo de empresas están sujetas. El 70.0% de sus ingresos están dolarizados, lo que le permite mantener márgenes en el tiempo.

Grandes oportunidades de mercado

La mina de fluorita de Mexichem, compite en términos de producción con la producción total de las minas China. Actualmente, la mayor parte de los productores asiáticos, están destinando la producción de Fluorita para autoconsumo. Lo anterior, ha ocasionado una escasez del material en el mercado, con el consecuente aumento de los precios. La mayor parte de los productos que derivan de las cadenas de Mexichem son utilizados para temas de infraestructura y construcción. Actualmente, existen alrededor de 92 millones de personas en América Latina sin acceso a agua potable y 128 sin alcantarillado. Por otro lado el importante déficit de vivienda que existe en latinoamérica (6.7 mills, 4.2mills y 2.8mills en Brasil, México y Colombia respectivamente), ha redundado en fuertes programas gubernamentales, con el objeto de reducirlo.

Exitoso historial de adquisiciones

La estrategia de crecimiento de Mexichem, ha estado basada principalmente en adquisiciones, en los últimos dieciocho meses, la compañía ha llevado a cabo más de cinco adquisiciones en las diferentes cadenas de operación. Adicionalmente, anunció una asociación estratégica con PEMEX para conseguir una integración vertical hacia el etileno, materia prima necesaria para la fabricación de PVC y con lo que la empresa garantiza la viabilidad de la cadena cloro-vinil en el largo plazo. Actualmente, la compañía está en proceso de adquirir Wavin, una compañía holandesa de tubería.

Riesgos

La compañía no se encuentra inmune a situaciones de desaceleración económica global, la naturaleza de sus productos, la hace vulnerable a temas relacionados con commodities, además de tener el riesgo latente de que alguna de las adquisiciones que realiza en otros países, no resulte positiva para la empresa.

Mexchem*

26 de Enero de 2012

COMPRA

Precio Objetivo (2012 P\$): 60.00
 Rendimiento Potencial : 33.8%
 Precio Objetivo ADR : N.D.

Raquel Moscoso Armendariz

rmoscoso@ixe.com.mx
 5335-3302

Datos Básicos de la acción

Precio Actual (P\$)	44.84
Precio ADR (USD\$)	N.D.
Acciones por ADR	N.D.
Dividendo (retorno)	0.0%
Máximo - Mínimo 12m (P\$)	51.13 - 38.70
Valor de mercado (USD\$ m)	6,176
Acciones en circulación (m)	1,800
% entre el público	36.0%
Operatividad diaria (P\$ m, prom. 3 meses)	126.0

Resultados

(cifras en millones de pesos)

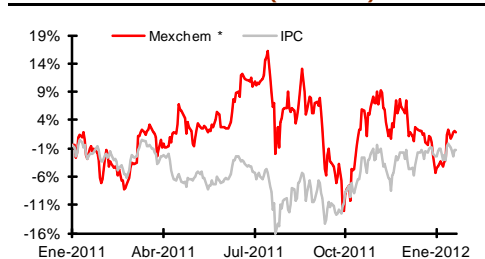
	2010	2011E	2012E	2013E
Ingresos	36,472	47,935	54,145	63,891
Utilidad Operativa	5,645	7,117	7,549	9,624
EBITDA	8,124	10,340	12,527	15,035
Margen EBITDA	22.3%	21.6%	23.1%	23.5%
Utilidad Neta	3,913	4,403	4,929	3,760
Margen Neto	10.7%	9.2%	9.1%	5.9%

Activo Total	50,133	61,637	71,813	77,780
Disponible	6,610	6,962	6,017	6,741
Pasivo Total	30,350	38,887	46,333	49,752
Deuda	17,839	21,407	25,041	25,583
Capital	19,723	22,523	27,028	29,731

Múltiplos y razones financieras

	2010	2011E	2012E	2013E
VE/EBITDA	11.2x	9.4x	7.5x	6.3x
P/U	20.9x	22.3x	16.4x	21.5x
P/VL	4.9x	3.4x	3.0x	2.7x
ROE	19.8%	20.8%	19.9%	13.3%
ROA	7.8%	7.9%	7.4%	5.0%
EBITDA/Intereses	7.1x	Int.Gan.	2.1x	2.2x
DeudaNeta/EBITDA	1.4x	1.4x	1.5x	1.3x
Deuda/Capital	0.9x	1.0x	0.9x	0.9x

Rendimiento relativo al IPC (12 meses)



EV/EBITDA (3 años)



Anexo: Selección de Emisoras por Criterios Fundamentales

A continuación presentamos un ejercicio de selección de emisoras ponderando diferentes criterios fundamentales en una muestra de 69 emisoras. Las emisoras se ordenan a partir de la mejor combinación de criterios sumándose el lugar de cada variable.

Ponderación de Criterios para la Selección de Emisoras

Variable	Pond.	Criterio	Comentario
Bursatilidad	10%	Bursatilidad	Facilidad en compra-venta de acciones
% Exportaciones	10%	Mercado	La variación del tipo de cambio y la demanda en otros países puede incidir en los ingresos por exportaciones
Crecimiento Ebitda	15%	Perspectiva Individual	Un crecimiento en el Ebitda se traduce en valuaciones (múltiplos) menores siendo más atractivas para los inversionistas
Ebitda / Act. Total	10%	Perspectiva Individual	La rentabilidad cada vez está siendo de mayor "peso" entre los inversionista en un escenario de tasas de interés bajas
Cobertura de Intereses	5%	Estructura Financiera	Evitar riesgos al seleccionar emisoras que presenten una sólida estructura en su balance
Descuento FV/Ebitda (E'12)	20%	Valuación	Descuento del múltiplo estimado a fin de año vs el múltiplo promedio últimos cinco años
VM/VS	0%	Valuación	Valuación por "castigo" excesivo en activos de emisoras vs el valor de mercado descontando su deuda
Var.% Precio	15%	Rendimiento	Seleccionamos un periodo desde el cierre del año anterior a la fecha (considera un ajuste desde su nivel máximo hasta hoy).
"Yield"	10%	Rendimiento	Importante considerar el retorno del dividendo
Otros	5%	Cualitativo	Incluye elementos cualitativos (percepción de Dirección, cumplimiento de expectativas generadas, concentración en toma de decisiones y rumores recientes).
TOTAL	100%		

Selección de Emisoras por Criterios Fundamentales

Emisora	Bursatilidad	Expor.	Ebitda	ROA	CF	EV/Ebitda			VM/Vs	V% Precio	Yield %	Otros Calif.
						2012e	P5A	Var%				
Ponderación	10%	10%	15%	10%	5%	20%		0%	15%	10%	5%	
Mediana		18.4%	6.0%	13.3%	2.44			-2.3%	2.86			
Lab	8	24.1%	27.7%	29.6%	3.63	10.51	15.15	-30.6%	11.78	-13.7%	3	
Autlan	29	31.8%	7.0%	18.0%	1.50	5.63	8.78	-35.8%	3.11	-57.0%	2.5%	3
Mexchem	11	74.3%	21.2%	19.7%	0.79	7.53	9.09	-17.1%	27.74	-11.4%	0.5%	2
Gmexico	3	67.8%	-3.6%	32.4%	1.96	5.59	7.99	-30.1%	5.59	-17.2%	0.4%	2
Amx	2	58.7%	3.8%	26.2%	0.96	5.95	7.06	-15.7%	-71.09	-12.2%	5.2%	2
Homex	20	2.6%	24.5%	9.5%	0.47	5.62	8.08	-30.5%	2.95	-31.6%		2
Ac	21	26.4%	21.4%	16.6%	0.97	10.31	9.92	3.9%	8.68	-28.9%	2.3%	3
Gmodelo	15	39.4%	7.8%	22.2%	S.D.	10.38	10.08	3.0%	4.28	-10.4%	2.6%	2
Simec	40	54.6%	16.7%	10.4%	12.00	3.37	14.25	-76.3%	1.31	-3.8%		2
Alfa	12	59.7%	21.0%	15.7%	0.50	5.63	6.63	-15.1%	-11.52	-5.0%	0.4%	3
Tlevisa	6	12.8%	8.9%	17.8%	0.68	8.50	8.98	-5.4%	97.21	-11.5%	5.8%	3
Ica	14	7.7%	12.6%	6.6%	0.29	9.14	11.10	-17.7%	-1.25	-36.9%		1
Ich	38	51.4%	11.4%	10.3%	M.B.	4.38	10.47	-58.1%	1.30	-3.1%		2
Kof	27	63.0%	20.9%	19.3%	1.75	8.75	8.65	1.1%	9.78	-6.2%	0.6%	3
Bimbo	18	51.3%	18.5%	13.7%	0.64	8.55	9.63	-11.2%	-57.36	-3.0%	1.6%	1
Ara	28	0.0%	8.6%	7.5%	0.76	6.30	7.85	-19.8%	0.91	-47.3%	3.8%	1
Pe&oles	10	77.7%	2.2%	43.6%	4.66	9.49	10.96	-13.4%	9.87	-2.5%	1.4%	3
Geo	9	0.0%	7.4%	11.9%	0.41	6.05	7.39	-18.1%	11.75	-49.6%		2
Cemex	5	78.1%	15.2%	5.0%	0.15	9.99	7.91	26.3%	-2.07	-29.9%	9.9%	2
Alsea	36	22.1%	30.0%	19.1%	0.99	6.85	7.96	-13.9%	14.60	0.0%	0.5%	2

Fuente: Banorte Ixe. CF – Cobertura Intereses, ROA – Retorno sobre Activos. VM/VS – Valor Mercado entre Valor de Solvencia.

Certificación de los Analistas.

Nosotros, Rene Gerardo Pimentel Ibarrola, Delia María Paredes Mier, María Dolores Palacios Norma, Katia Celina Goya Ostos, Livia Honsel, Alejandro Padilla Santana, Alejandro Cervantes Llamas, Julia Elena Baca Negrete, Juan Carlos Alderete Macal, Manuel Jiménez Zaldívar, Miguel Angel Aguayo Negrete, Carlos Hermosillo Bernal, Marisol Huerta Mondragón, Raquel Moscoso Armendáriz, Marissa Garza Ostos, Idalia Yanira Céspedes Jaén, José Itzamna Espitia Hernández, María de la Paz Orozco, Tania Abdul Massih Jacobo, Hugo Armando Gómez Solís y Luciana Gallardo Lomelí, certificamos que los puntos de vista que se expresan en este documento son reflejo fiel de nuestra opinión personal sobre la(s) compañía(s) o empresa(s) objeto de este reporte, de sus afiliadas y/o de los valores que ha emitido. Asimismo certificamos que no hemos recibido, no recibimos, ni recibiremos compensación directa o indirecta alguna a cambio de expresar una opinión en algún sentido específico en este documento.

Declaraciones relevantes.

Conforme a las leyes vigentes y los manuales internos de procedimientos, los Analistas tienen permitido mantener posiciones largas o cortas en acciones o valores emitidos por empresas que cotizan en la Bolsa Mexicana de Valores y que pueden ser el objeto del presente reporte, sin embargo, los Analistas Bursátiles tienen que observar ciertas reglas que regulan su participación en el mercado con el fin de prevenir, entre otras cosas, la utilización de información privada en su beneficio y evitar conflictos de interés. Los Analistas se abstendrán de invertir y de celebrar operaciones con valores o instrumentos derivados sobre los que sea su responsabilidad la elaboración de recomendaciones.

Remuneración de los Analistas.

La remuneración de los Analistas se basa en actividades y servicios que van dirigidos a beneficiar a los clientes inversionistas de Casa de Bolsa Banorte, Casa de Bolsa Ixe y de sus filiales. Dicha remuneración se determina con base en la rentabilidad general del las Casas de Bolsa y del Grupo Financiero y en el desempeño individual de los Analistas. Sin embargo, los inversionistas deberán advertir que los Analistas no reciben pago directo o compensación por transacción específica alguna en banca de inversión o en las demás áreas de negocio.

Actividades de las áreas de negocio durante los últimos doce meses.

Casa de Bolsa Banorte, Casa de Bolsa Ixe, Grupo Financiero Banorte y sus filiales, a través de sus áreas de negocio, brindan servicios que incluyen, entre otros, los correspondientes a banca de inversión y banca corporativa, a un gran número empresas en México y en el extranjero. Es posible que hayan prestado, estén prestando o en el futuro brinden algún servicio como los mencionados a las compañías o empresas objeto de este reporte. Casa de Bolsa Banorte o sus filiales reciben una remuneración por parte de dichas corporaciones en contraprestación de los servicios antes mencionados. En el transcurso de los últimos doce meses, Casa de Bolsa Banorte y Casa de Bolsa Ixe, han obtenido compensaciones por los servicios prestados por parte de la banca de inversión o por alguna de sus otras áreas de negocio de las siguientes empresas o sus filiales, alguna de las cuales podría ser objeto de análisis en el presente reporte: CEMEX, GEO, SARE e ICA.

Actividades de las áreas de negocio durante los próximos tres meses.

Casa de Bolsa Banorte, Casa de Bolsa Ixe, Grupo Financiero Banorte o sus filiales esperan recibir o pretenden obtener ingresos por los servicios que presta banca de inversión o de cualquier otra de sus áreas de negocio, por parte de compañías emisoras o sus filiales, alguna de las cuales podría ser objeto de análisis en el presente reporte.

Tenencia de valores y otras revelaciones.

Casa de Bolsa Banorte, Casa de Bolsa Ixe, Grupo Financiero Banorte o sus filiales mantienen inversiones, al cierre del último trimestre, directa o indirectamente, en valores o instrumentos financieros derivados, cuyo subyacente sean valores, objeto de recomendaciones, que representen el 10% o más de su cartera de valores o portafolio de inversión o el 10% de la emisión o subyacente de los valores emitidos por las siguientes emisoras: AMX y NAFTRAC. Ninguno de los miembros del Consejo, directores generales y directivos del nivel inmediato inferior a éste de Casa de Bolsa Banorte, Casa de Bolsa Ixe, Grupo Financiero Banorte, funge con alguno de dichos caracteres de acuerdo al Art.2 Fr.XIX de la Ley del Mercado de Valores en las emisoras que pueden ser objeto de análisis en el presente documento.

Guía para las recomendaciones de inversión.

	Referencia
COMPRA	Quando el rendimiento esperado de la acción sea mayor al rendimiento estimado del IPC.
MANTENER	Quando el rendimiento esperado de la acción sea similar al rendimiento estimado del IPC.
VENTA	Quando el rendimiento esperado de la acción sea menor al rendimiento estimado del IPC.

Aunque este documento ofrece un criterio general de inversión, exhortamos al lector a que busque asesorarse con sus propios Consultores o Asesores Financieros, con el fin de considerar si algún valor de los mencionados en el presente reporte se ajusta a sus metas de inversión, perfil de riesgo y posición financiera.

Determinación de precios objetivo

Para el cálculo de los precios objetivo estimado para los valores, los analistas utilizan una combinación de metodologías generalmente aceptadas entre los analistas financieros, incluyendo de manera enunciativa, más no limitativa, el análisis de múltiplos, flujos descontados, suma de las partes o cualquier otro método que pudiese ser aplicable en cada caso específico conforme al Art. 188 Fr.II. de la Ley del Mercado de Valores. No se puede dar garantía alguna de que se vayan a lograr los precios objetivo calculados para los valores por los analistas de Casa de Bolsa Banorte y Casa de Bolsa Ixe, ya que esto depende de una gran cantidad de diversos factores endógenos y exógenos que afectan el desempeño de la empresa emisora, el entorno en el que se desempeña e influyen en las tendencias del mercado de valores en el que cotiza. Es más, el inversionista debe considerar que el precio de los valores o instrumentos puede fluctuar en contra de su interés y ocasionarle la pérdida parcial y hasta total del capital invertido.

La información contenida en el presente reporte ha sido obtenida de fuentes que consideramos como fidedignas, pero no hacemos declaración alguna respecto de su precisión o integridad. La información, estimaciones y recomendaciones que se incluyen en este documento son vigentes a la fecha de su emisión, pero están sujetas a modificaciones y cambios sin previo aviso; Casa de Bolsa Banorte, Casa de Bolsa Ixe, Grupo Financiero Banorte y sus filiales no se comprometen a comunicar los cambios y tampoco a mantener actualizado el contenido de este documento. Casa de Bolsa Banorte, Casa de Bolsa Ixe, Grupo Financiero Banorte y sus filiales no aceptan responsabilidad alguna por cualquier pérdida que se derive del uso de este reporte o de su contenido. Este documento no podrá ser fotocopiado, citado, divulgado, utilizado, ni reproducido total o parcialmente sin previa autorización escrita por parte de Casa de Bolsa Banorte, Casa de Bolsa Ixe, Grupo Financiero Banorte.

Directorio de Análisis

René Pimentel Ibarrola	Director General de Desarrollo de Negocio y Análisis	pimentelr@ixe.com.mx	(55) 5268 - 9004
------------------------	--	--	------------------

Análisis Económico

Delia Paredes	Directora Ejecutiva Análisis y Estrategia	delia.paredes@banorte.com	(55) 5268 - 1694
Katia Goya	Subdirector Economía Internacional	katia.goya@banorte.com	(55) 1670 - 1821
Alejandro Padilla	Subdirector Estrategia Gubernamental	alejandro.padilla@banorte.com	(55) 1103 - 4043
Dolores Palacios	Subdirector de Gestión	dolores.palacios.n@banorte.com	(55) 5268 - 4603
Juan Carlos Alderete	Gerente Estrategia Tipo de Cambio	juan.alderete.mactal@banorte.com	(55) 1103 - 4046
Alejandro Cervantes	Gerente Economía Nacional	alejandro.cervantes@banorte.com	(55) 1670 - 2972
Julia Baca	Gerente Economía Internacional	julia.baca.negrete@banorte.com	(55) 1670 - 2221
Livia Honsel	Gerente Economía Internacional	livia.honsel@banorte.com	(55) 1670 - 1883
Miguel Calvo	Gerente de Análisis (Edición)	miguel.calvo@banorte.com	(55) 1670 - 2220
Francisco Rivero	Analista	francisco.rivero@banorte.com	(55) 1103 - 4000 x 2612
Lourdes Calvo	Analista (Edición)	lourdes.calvo@banorte.com	(55) 1103 - 4000 x 2611
Raquel Vázquez	Asistente Dirección de Análisis y Estrategia	raquel.vazquez@banorte.com	(55) 1670 - 2967

Análisis Bursátil

Carlos Hermosillo	Subdirector—Cemento / Vivienda	carlos.hermosillo.bernal@banorte.com	(55) 5268 - 9924
Manuel Jiménez	Subdirector—Telecomunicaciones / Medios	mjimenez@ixe.com.mx	(55) 5004 - 1275
Astianax Cuanalo	Subdirector Sistemas	acuanalo@ixe.com.mx	(55) 5268 - 9967
Marisol Huerta	Alimentos / Bebidas	marisol.huerta.mondragon@banorte.com	(55) 5268 - 9927
Marissa Garza	Industriales / Minería	marissa.garza@banorte.com	(55) 5004 - 1179
Raquel Moscoso	Comercio / Químico	rmoscoso@ixe.com.mx	(55) 5268 - 9000 x 48028
José Itzamna Espitia	Aeropuertos / Infraestructura	jespitia@ixe.com.mx	(55) 5268 - 9000 x 48066
María de la Paz Orozco	Edición Bursátil	mporozco@ixe.com.mx	(55) 5268 - 9962

Análisis Deuda Corporativa

Miguel Angel Aguayo	Subdirector de Análisis de Deuda Corporativa	maguayo@ixe.com.mx	(55) 5268 - 9804
Tania Abdul Massih	Analista Deuda Corporativa	tabdulmassih@ixe.com.mx	(55) 5004 - 1405
Hugo Armando Gómez Solís	Analista Deuda Corporativa	hgomez01@ixe.com.mx	(55) 5004 - 1340
Idalia Yanira Céspedes	Analista Deuda Corporativa	icespedes@ixe.com.mx	(55) 5268 - 9937
Luciana Gallardo Lomelí	Analista Deuda Corporativa	Luciana.gallardo@ixe.com.mx	(55) 5268 - 9931

Banca Mayorista

Marcos Ramírez	Director General Banca Mayorista	marcos.ramirez@banorte.com	(55) 5268 - 1659
Luis Pietrini	Director General Banca Patrimonial	lpietrini@ixe.com.mx	(55) 5004 - 1453
Patricio Rodríguez	Director General Banca Privada y Gestión de Activos	prodriguez@ixe.com.mx	(55) 5268 - 9987
Armando Rodal	Director General Corporativo y Empresas	armando.rodal@banorte.com	(81) 8319 - 6895
Víctor Roldán	Director General Banca Corporativa Transaccional	vroidan@ixe.com.mx	(55) 5004 - 1454
Carlos Martínez	Director General Banca de Gobierno	carlos.martinez@banorte.com	(55) 5268 - 1683